

《個人研究（2008年度～2009年度）》

資本市場のグローバル化とドイツ型企業統治構造の変容 ——企業統治の変容と共同決定——

風 間 信 隆☆

Globalization of capital markets and the change of the German corporate governance system

Nobutaka Kazama

1. 問題の所在

1989年11月9日、戦後の冷戦構造における東・西分断の象徴とも言えたベルリンの壁は崩壊し、翌90年10月に1949年以降の東・西両ドイツの分断の歴史は終焉を迎え、ここにドイツ国民の積年の「夢」とされた「再統一」は実現するところとなった。

この再統一は、実質上は旧西ドイツ（ドイツ連邦共和国：BRD）による旧東ドイツの「併合」ないし「吸収」（ドイツ民主共和国：DDR の国家としての消滅）であり、この社会主義体制の終焉・崩壊は80年代後半からの東欧諸国の市場経済化の流れとも結び付いて、一方での西側「自由主義」体制の「勝利」意識と他方での東側「全体主義」体制の「敗北」意識を生み出すことになった。またこの「冷戦」構造の崩壊によって、同時に旧西ドイツ経済は、戦後永らく続いてきた社会主義体制との体制間競争の極度の緊張から解放され、自由主義・市場経済に対するユーフォリア（euphoria：熱狂的陶醉感）とも呼べるような現象が生じるところとなった。

こうした状況において、自由主義・市場経済体制の「勝利」という「興奮」・「高揚」がドイツ国民、とくに経済人の間で広がっていったことは想像に難くない。ドイツ社会で長らく支配的であった「混合経済体制」の考え方¹は影を潜め、「社会的市場経済」の理念を堅持しつつも企業社会において「市場万能主義」・「市場原理主義」とも呼び得るイデオロギーが蔓延していったのも当然といえるかもしれない。

同時に1993年の「マーストリスト条約」発効以降のEU統合の深化と拡大と世界規模でのグローバル化の急速な進展はドイツ国内の資本市場・製品市場・労働市場の構造を急速に変化させることとなった。この時期、こうした市場のあり方を規定する、各種制度の国際的調和化と規制緩和は、

☆商学部教授

例えば、国際会計基準（IFRS）や新興企業向け株式市場の整備、少数株主権の保護、監査役会の監視機能強化、自由な企業間競争環境の整備など、様々な形で「国際競争力維持・強化」をスローガンとして急速に実現されてきた。

「資本主義の多様性」（varieties of capitalism）論争が明らかにしてきた²ように、1980年代まで比較的安定した固有の経済秩序によって特徴付けられてきたドイツ経済は「調整された市場経済」（coordinated market economy）ないし「協調的資本主義」（kooperativer Kapitalismus）としてアングロサクソン諸国の「自由主義的市場経済（liberal market economy）」とは明確に区別される独自の特徴を保持してきた。ツェーゲヘア（Zugehör, R.）はこれを「ライン型資本主義（der rheinische Kapitalismus）」と呼び、これについて「通常、第2次大戦後からドイツ統一に至るまでの期間に、より独特な、ドイツ固有の社会的諸制度に規制された資本主義的経済秩序を生み出してきた西ドイツ社会が理解されている。この経済秩序は一方での高い賃金水準と生活水準の比較的低い不平等性と、他方での高い国際競争力とを両立させてきた。ドイツにおいて展開されてきた諸制度は、とくに政治的な調整を受け、社会によっても規制される資本・製品市場、所有者、経営者そして従業員との間の企業内の協調的諸関係、労働協約という形での賃金調整そして二重の職業教育訓練制度を含んでいる」ものと捉えている³。

またこうした資本主義的経済秩序（Wirtschaftsordnung）の根幹を成すコーポレート・ガバナンス（Corporate Governance：以下、本稿では「企業統治」と訳す）も独自の特徴を有し、多元的企業観に基づく「利害関係者志向的ガバナンス」と呼ばれてきた⁴。しかし、1990年代以降のドイツの企業統治は、ドイツ経済のグローバル化、とくに資本市場における外国人機関投資家の台頭とともに、急速にアングロサクソン流の「株主価値重視」・「資本市場志向」というスローガンの下で大きな変革圧力が加えられてきたことが各種の実態調査で報告されている。こうした変化は、例えば、1）1980年代までドイツでは会社の「株式」を宣伝することは「品のないこと」と見なされ、米国的な「投資家広報」（IR）は「余分なもの（überflüssig）」とみなされていたのに、1990年代になると自社の製品と同様に「株式」の広告をおこなう会社まで登場するようになった、2）これまで「敵対的企業買収」に対してドイツ社会では否定的な見方が支配的であったのに、会社それ自体が「商品」として売買の対象となり、これを容認する動きが広がってきた、3）雇用の削減を伴う大規模なリストラクチャリング（事業の再構築）が大企業の間で一種の「流行」のように広がってきた、4）経営者報酬ばかりか労働者報酬自体も「成果」・「株価」に連動する変動型報酬制度を取り入れる動きが広がり、自由な競争の結果による「格差」は「当然」とする風潮が広がりをみせてきたことなどはこうした企業統治構造の変容の影響を反映したものと捉えることができる⁵。

また他方で、これまでドイツにおける伝統的な企業統治を特質付ける上で、「共同決定（Mitbestimmung）」と呼ばれる労働側代表の経営参加も重要な位置づけを付与されてきた。例えば、ツェーゲヘアによれば、「大規模な株式会社（AG）ならびに有限会社（GmbH）において、ドイツでは監査役会（Aufsichtsrat：the supervisory board）が存在し、この監査役会がビジネスを率いる執行役会

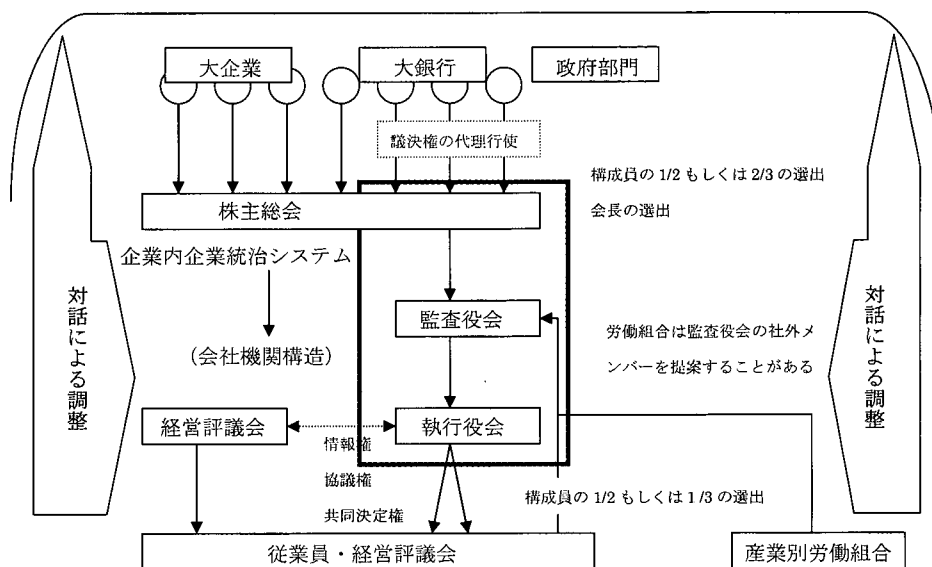
(Vorstand: the management board) 役員を任命し、コントロールしてきた。監査役会メンバーは、通常、銀行、資本結合関係にある企業、政府（中央・地方）の諸機関の代表および労働者代表によって占められてきた。監査役会を通じて、株主代表と労働者代表は企業の政策と戦略に影響力を行使してきた。法律上の共同決定規制は、労働者代表に特別な権限を認めてきた。従業員2千名以上の株式会社では、労働者（従業員・労組）代表が監査役メンバーの半数を占めている（「労資同権」）。アングロサクソン諸国の企業と比べ、共同決定諸規制は経営者の意思決定余地に制約を課してきた⁶。また「ドイツの共同決定は、長期指向の、『我慢強い』投資家と未発達資本市場の存在に依存してきた。安定的な所有関係、少数の所有者の手中への出資持ち分の高度な集中、企業財務における銀行信用の高い割合という状況で、経営者は企業レベルでの出資者と従業員との間の持続的な同盟を作り上げることができた。このことは、投資家にとって短期的な高い配当よりも長期的な企業価値の上昇を、労働者にとっては安定的、確実な雇用を意味していた⁷」。こうして、1980年代までの「我慢強い大株主」の存在と共同決定との間に「制度補完性」が存在したとすれば、資本市場における構造転換、とくに外国人機関投資家の台頭、そして資本市場志向的企業統治への動きは、「共同決定」のあり方にも大きな影響を及ぼしていることが考えられる。

本稿は、以下において、これまでの伝統的な企業統治システムのドイツ的特質を明らかにした上で、1990年代以降の変容を株式市場の変化、企業間ネットワークの解消、大銀行の戦略変化、経営者のキャリア・パターンの変化から検討するとともに、それが雇用関係や労使関係、とくに共同決定に及ぼしてきた影響について考察を加えることを目的とする。本稿はその考察の結果、伝統的な企業統治構造のドイツ的特質を支えてきた制度的基盤が侵食されつつあることを確認しつつ、これをもってアングロサクソン流の企業統治モデルへの「収斂」として捉えることはできないことを明らかにするであろう。このことは企業統治の「唯一最善の方法」(one best way)ではなく、グローバル化の下でも各国固有の企業統治の「経路依存」的進化パターンが、従ってまた「多くの最良の方法」(many best practices)が依然として存在し得ることを明らかにするものとなるであろう。

2. ドイツの伝統的な企業統治の諸特徴

ジャクソン (Jackson, G.) らによれば、ドイツの企業統治システムは何よりも「資本」面と「労働」面でのプレイヤー間の仲介的機能を果たす市場の役割が限定的な「非自由主義的」(non-liberal) モデルとして特徴づけられる⁸。企業統治枠内での組織的コミットメントと発言 (voice) に基づいて「資本」と「労働」という生産要素は制度化されているのであり、ドイツ企業は企業内統治構造に関する厳格な法的規制、政・労・使のコーポラティズム連合 (corporatist associations) に晒されている⁹。ここでは「労働」と「資本」の発言は「公共的利害」を持つ問題であり、政治によって支持されている。株式会社は、「純粹に私的な連合体」(a purely private association)ではなく、一つの社会的制度 (a social institution) を構成し、各プレイヤーにその地位に基づく権利と義務を割り当てる。こうした企

図表－１ ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの法的構造



出所：Jackson, G., Höpner, M. and Kurldelbusch, A., *Corporate Governance and Employees in Germany : Changing Linkages, Complementarities, and Tensions*, in: Howard, G. & Pendleton, A. (eds.), ***Corporate Governance and Labour Management***, Oxford University Press, 2005, p.87.一部加筆した。

業統治モデルは企業の「立憲主義的」(constitutional) 統治モデルと呼ばれる¹⁰。ここでは、「企業統治は企業内への社会的利害の内部化と同時に私的利害のコーポラティズム的連合への外部化を伴っている。企業の外部では、業界内での団体交渉、使用者団体と商工会議所におけるメンバーそして徒弟制における準公的基準に基づく職業訓練の義務と企業統治は絡み合っている。¹¹」企業内での重要な意思決定は二層制のトップ・マネジメント組織により厳しく規制される。経営者は監査役会に対して最新の営業状態に関して情報を伝達し(情報提供義務)、重要な意思決定に際しては協議し(協議義務)、それ以上に定款記載事項については事前同意義務が存在し、その実施のためには経営者は監査役会の同意を必要とする¹²。この二層制の役員会制度(two-tier board system)は法的に経営者のコントロールと株主のコントロールを分離すると同時に、従業員代表に監査役会を開放するものである。その発言は公的なもの(public identities)と階級利害の法的制度化によって特徴づけられる¹³」(図表－1を参照せよ)。

2.1 会社所有構造、企業財務、モニタリング

これまでのドイツの会社所有構造と企業金融は、①株式所有の高度な集中、②会社間の戦略的所有関係の優位性そして③外部間接金融とモニタリングにおける銀行の重要性という特徴を保持してきた。

図表－２ 最大株主が支配する議決権シェア（1990年代末）

全体議決権株式に占める最大直接株式保有シェア	ドイツ	日本	米国
0－10%未満	3.2	61.1	66.0
10－20%未満	6.9	21.3	17.4
25－50%未満	16.7	12.9	13.0
50－75%未満	31.9	4.9	2.1
75－100%	41.3	－	1.5

出所：Dietl, H., *Capital Markets and Corporate Governance in Japan, Germany, and the United States*, Routledge, 1998, p.124.

第1に、ドイツにおける株式所有の集中度は高く、少数株主は限定的役割しか果たしてこなかった。1998年でも、分散所有の割合は付加価値額上位100大企業において平均26%にすぎない。家族は18%を、政府は14%、外国人は17%そして他の会社と銀行は14%を所有していた。この所有構造は過去20年間にほとんど変化していない。大企業でも非上場の株式会社の数は多く、上場会社数と時価総額は国際比較からすれば少ない¹⁴。

デイトル（Dietl, H）の研究によれば、ドイツ大企業のほぼ4社に3社（73.2%）では最大単独株主が普通株式の50%以上を保有していた（うち41.3%の企業ではドイツにおいて敵対的買収を完全に排除することのできる株式保有率である75%以上の株式【スーパー・マジョリティ】を保有していた）¹⁵（図表－2）。フリック（Frick B.）とレーマン（Lehmann, E.）の研究によれば、ドイツの大企業171社のうち、85%の企業は25%以上の株式を保有する単独株主がおり、57%の企業は株式の50%以上を保有する単独株主がいた¹⁶。このようにドイツでは、米国の巨大株式会社を中心として確認されてきたような「株式所有の分散化」傾向と「所有と経営の分離」現象は一般的ではなく、むしろ（銀行を中心とした）「戦略的大株主」の存在が特徴的であったといえることができる。

第2に、株式所有は他の組織の戦略的利害（strategic interests）に密接に関連付けられる。ピラミッド型のコングロマリット持ち株会社（コンツェルン）と稠密な銀行・産業ネットワークは双方とも重要であった。社会学的にはこれらの所有者利害は米国の機関投資家の、より分散的投資と流動的な取引とは異なり、特定企業への高水準のコミットメントに結び付いている。英米系機関投資家が株式評価額と配当からの「ファイナンス上の利益」を志向しているのに対して、会社と銀行は企業間の協力を促進し、関係特殊的なレント（relationship-specific rents）を生み出すという戦略的利害ないし組織的利害（「政策投資目的」）を追求する傾向がある。稠密な企業間のネットワークは会社支配権市場を抑制し、「退出」よりも「発言」のインセンティブを生み出す¹⁷。

第3にドイツのユニバーサル銀行は中心的なモニタリング機能を果たしている。銀行のモニタリングは信用ビジネス、大量の株式保有に伴う利害、「寄託議決権」の行使そして監査役会の代表と結びついている。銀行のモニタリングは負債と株式所有の混成によるリレーションシップ金融（relational

financing)の要素である。こうした重層的関係は情報の非対称性を減らすと同時に、所有者と債権者との間のエージェンシー・コンフリクトを軽減する¹⁸。

こうした所有と支配のパターンは、いくつかの規制制度と緊密に関係づけられてきた。第1に、株式法(AktG)は大規模株主の利益代表を容易にする二層制役員会制度を強制している。第2に、複数議決権・議決権制限株式の発行によって「一株一議決権」原則から逸脱している。銀行は銀行保管株式の議決権を代理行使すること(「寄託議決権制度」)によって少数株主を代表している。第3に、資本市場規制と会計基準は少数株主の権利を弱め、市場メカニズムを歪めてきたと言われている。例えば、ドイツの会計基準は「債権者志向」的であり、国際会計基準や米国GAAP基準に見出されるように、一般投資家に対する透明性を欠いていた¹⁹。

2.2 雇用関係、労使関係、作業組織

ドイツでは、従業員の「発言」は監査役会と経営評議会(Betriebsrat)との2つのレベルでの共同決定という法的制度によって制度化されている。経営評議会は雇用に係る事項について広範な情報入手権、協議権、共同決定権を有している。経営評議会は法的根拠を持ち、従業員全体を代表し、「社会平和」を維持し、企業とその従業員の福利を向上させるものと見なされてきた。監査役会への従業員代表は戦略的意思決定のモニタリングに従業員を関与させると同時に、経営者の任命において株主に対する対抗力(counterweight)となる。石炭・鉄鋼産業を中心として一部の会社で実現されている、人事労務担当執行役の労働側による任命は執行役会内部での意思決定の合意的性格を強めるものである²⁰。

さらに、ドイツにおける雇用関係は労働力の「脱商品化」(de-commodification)によって特徴づけられる。従業員の在職期間は長い、先任権に対するリターンは比較的低い。従業員は高度の技能を有する一方、職業教育訓練は複数の雇用者がまとまって行い、準公的性質を有する職業教育訓練制度内で行われる。こうして形成される技能はポータブルで、企業を越えて評価される。

ドイツにおける雇用の安定は、以下のような固有の制度と結び付いている。すなわち、業界レベルの団体交渉により企業、地域を越えた賃金格差が比較的小さいがゆえに、従業員はしばしば転職するインセンティブを持たない²¹。業界内部での賃金格差は米国や日本よりも低い。第2に、経営評議会の主たる目標はコア従業員の雇用を安定化させることである。解雇に対する法的保護は外的な量的調整よりも内的調整に対する圧力を高める。経営評議会は短期的レイオフに抵抗し、教育訓練と配置転換を要求する。ドイツの雇用保護法では経営評議会の承認なしには解雇は無効とされる。使用者側はこれによって自然減や早期退職、配置転換といった、雇用の「ソフトな」削減方法に頼らざるを得ない。経営評議会は労働者の生産性とフレキシビリティ(配置転換・多能工化等)を高めるための方策を含む「雇用保証協定」を締結することによってそのような調整を支持している。職業をベースとする高度な技能は職場におけるフレキシビリティの高度化を促進する²²。

ジャクソンらによれば、ドイツにおける労働力の「脱商品化」は賃金問題という係争事項にも見出

される。給与支払制度は集権化された団体交渉と企業レベルの経営評議会との双方に結び付けられる。団体協約は基本条項と従業員の各等級に対するプレミアム賃金（残業手当、シフト作業手当、休日手当）の大枠を決めると同時に、高い閾値を有する最低賃率を設定する。製造業において団体協約に基づく賃率の多くは各等級に対する時間賃率である。出来高給といった成果給も一般的であるものの、それが賃金の個人別格差の拡大につながるわけではない。団体協約は技能、知識、責任に対する詳細な重みづけを含む職務評価と作業環境による要因（ほこり・ガス・騒音・振動など）によって、個々の職務を標準化された等級に企業が格付けする際の基準を詳細に規定している。経営評議会は業界レベルの協定を会社レベルで具体化する際の監視・規制という重要な役割を果たしている²³。

報酬パターンは、企業統治と関連する、以下の3つの顕著な特徴を有する。第1に、業界レベルの交渉は、賃金と労働条件の企業レベルでの格差を縮小する。大規模で成功した企業はしばしば団体協約を上回る賃金プレミアムを支払うものの、その範囲は限定的である。第2に、個人の給与格差もまた縮小されている。「同一労働・同一賃金」原則への労働組合のコミットメントもあって、米国で確認されるような「先任権」は個人別給与の決定において存在しないし、いかなる公的役割も果たさない（従って、よりフラットな年齢—所得プロフィール）。従業員は主としてその職業資格に応じて格付けされる。経営評議会は特定資格を保持する労働者のみが職務に近づく手段を獲得し、熟練労働者が不熟練の職務に格付けされないようにすることを規制している。同時に賃金等級と職業資格との結びつきは直接的（例えば、この職業資格を有する全ての人が標準的な給与を稼得しなければならない）ではなく、職務群システムを通して制御される。第3に、フラットな賃金構造と比較的高い賃金から所得の不平等は相対的に低いし、トップ経営者と一般生産従業員との所得格差もアングロサクソン諸国に比べ小さい²⁴。

ドイツの労使関係は、企業内の共同決定による従業員の強力な発言権と業界全体で賃金と労働条件を規制する地域別団体交渉によって特徴づけられる。こうして、従業員の影響力は二重のチャンネルを有している。すなわち、従業員は共同決定を通して特定企業における生産者としての利害を代表するとともに、団体交渉を通してより広い労働者階級の利害を代表する。経営評議会は作業組織、作業条件などの課題事項に緊密に関与している。さらに経営評議会はまた団体協約と職業訓練の具体化を監視・規制することによって産業別組合の手足として機能している²⁵。

ドイツにおける業界レベルの集権的団体交渉は、企業を越えて比較的均一の賃金を課すところとなり、業界を越えた分散の程度も制限する²⁶。ドイツの労働組合は、積極的に所得ギャップを狭め、労働者全体に対する同一な賃金増加を促進する「連帯的賃金政策」(solidaristic wage policies)を追求している。一方、使用者団体はあまりに高いプレミアムを払う団体加盟企業に対しては一定の制裁を課す。こうして、企業横断的な、標準化された賃金構造は全国市場における賃金競争を取り除くか、少なくとも弱めてきた。

ドイツ企業における作業組織(work organization)は高度の機能的弾力性・柔軟性と積み重ねの持続的革新によって特徴づけられる。こうした特徴は上述された雇用関係と労使関係の特徴と密接に結

びついている。ドイツ企業は、集権化された団体交渉によって課される「高い、格差の少ない賃金」を所与の前提条件とせざるを得ず、これはまた低い技能の不熟練労働者と熟練労働者との間の賃金格差を小さなものにするものでもあった。一律の賃金増加は各技能レベルの相対的所得に及ばず需給効果を和らげるものであり、不熟練労働者に対する熟練労働者による代替のインセンティブを生み出す。シュトリーク (Streeck, W.) が主張する²⁷ように「格差の少ない高い賃金水準によって、使用者は企業外部で決められる高い労務費に労働者の生産性を適合させるために教育訓練と継続訓練に積極的に投資する意欲を持つようになる。」企業は、製品市場での競争が価格よりも品質に基づくような「高機能・高性能な」(high-end) 市場セグメントに移動することによって高い賃金水準に適応せざるを得ない²⁸。

2.3 経営者のキャリア・パターン

ドイツ大企業の経営者のキャリア・パターンの特徴は、以下の3点にまとめることができ、これがドイツ企業内の「合意志向」(consensus orientation) の企業文化を生み出してきたとされてきた。

第1に経営者のキャリアは執行役会内でさえも機能別専門化に従う傾向がある。経営者に就任する上でこれまで有利であったとされてきた教育上の経歴は、自然科学系と工学系の教育であった。経営者は密接にその専門職業 (Beruf) に結びついており、従ってジェネラリスト志向を欠いている。経営者階層に組み込まれるべき技術的機能を優先する傾向は企業ファイナンス上の考察の相対的重要性を制限している。

第2に経営者の権限は監督者のないし事業関連の技能というよりも、技術的専門能力 (technical competence) に根差している。「経営者」は教育的バックグラウンドもしくは報酬の形態のいずれかにおいて他の職業的グループとはそれほど異なるわけではない。企業組織のこうした「モノづくり優先気質」(productivist ethos) は、積み重ねの技術革新、高い品質基準、長期的マーケット・シェア拡大への強い焦点づけを有する統合的メカニズムとして作用する。

第3に執行役会において全ての役員が代表権を保持する同僚であるという法的原則は社長の強い支配に対峙するものである。また長期に及ぶ経営者の在職年数は経営者が当該企業のサプライヤー、顧客、他の会社、銀行、経営評議会と享受する長期的関係を安定化させるのに役立つ。外部労働市場の限定的役割は短期的成功ではなく長期的な利潤志向を選好させる²⁹。

3. 1990年代以降のドイツ的企業統治構造の変容

戦後、1980年代まで安定していたドイツの企業統治モデルは、1990年代初頭以降、大きな変革圧力に晒されている。ジャクソンらによれば、「国際化の経済的圧力と自由化を求める政治的圧力が資本市場の役割の増大を促進してきた。外国人、機関投資家といった、資本市場の新たなプレイヤーはこれまでとは異なる投資戦略とファイナンス上の利益への強い要求を持ち込んできた。『株主価値重視経営』が、株価、コア・コンピタンス、透明性そしてIR活動の強化を主張する新たなマネジメント・

図表－３ セクター別ドイツにおける会社所有構造

投資主体	1991 年 (%)	1999 年 (%)	1991- 99 年の変化率
銀行	12.7	13.5	+0.8
保険	5.5	9.0	+3.5
非金融会社	39.4	29.3	-10.1
政府	2.6	1.0	-1.6
年金基金	—	—	—
外国人	12.7	16.0	+3.3
投資会社等	4.8	13.6	+8.8
個人	22.4	17.5	-4.9

出所：Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., p.101.

パラダイムとして広範に議論されるようになった。ドイツが投資家保護の国際基準を反映した米国流の企業統治システムに収斂するであろう（またすべきである）か、どうかを巡って論争が起きた。^{30）}

3.1 会社所有構造の変化

とくに1990年代半ば以降、会社所有構造と経営者に対するモニタリングに以下のような重要な変化が生じている。

第1に、1990年代にドイツにおける上場株式の全体的所有に関するデータは、主として年金基金とミューチュアル・ファンドという、英米系機関投資家である外国人機関投資家の増大を示している（図表－3を参照）。さらに国内機関投資ファンドも増加している。こうしたグループの投資対象は大規模会社に集中している。例えば、機関投資家の株式保有が全株式に占めるシェアはフェーバ社（現在のE.ON）では75%、バイエル社では68%、SAP社では55%、BASF社では73%、シュERING社（Schering）で74%、ティッセン社で78%、ビルフィンガー・ベルガー社（Bilfinger Berger）では55%に達している。1999年には英国と米国のファンドだけでマンネンスマン社株式の40%、ダイムラー・クライスラー社の31%、ドイツ・テレコム社の27.5%を所有していた^{31）}。

こうした新たな投資家は新しいタイプの圧力をもたらしている。機関投資家はその投資を通じて「ファイナンス上の利益^{32）}」を追求し、その結果、企業成長より「収益性」と「より短期の時間軸」を選好することが知られている。機関投資家はさらに流動性（「発言」よりも「退出」）への、より強い選好を有し、一般的に特定企業の運命に積極的に介入することを控えようとする^{33）}。シュタイガー（Steiger, M.）の実証研究によれば、機関投資家が経営者に直接影響力を行使することはめったにない^{34）}。機関投資家のモニタリング能力は専門的な情報収集と退出志向の戦略にある。それゆえ株価はますます経営者の意思決定に反応しやすくなり、より不安定になる。ジャクソンらによれば、「株主行動主義（shareholder activism）は良きガバナンスの一般的実践の促進を狙いとするものの、会社支配

図表－4 100大企業への大規模金融機関の資本参加

金融機関名	資本参加件数		
	1995 年	1998 年	2000 年
アリアンツ（保険）	28	23	22
ドイツ銀行	15	10	8
ドレスナー銀行	13	10	8
ミュンヘン再保険	13	13	6

出所：Klages P., Zwischen institutioneller Innovation und Reproduktion: Zum Wandel des deutschen Corporate Governance- Systems in den 1990ern, In *Berliner Journal für Soziologie*, 6/2006, Bd.16, S. 45.

における戦略的利害と結び付くことはほとんどない。³⁵⁾

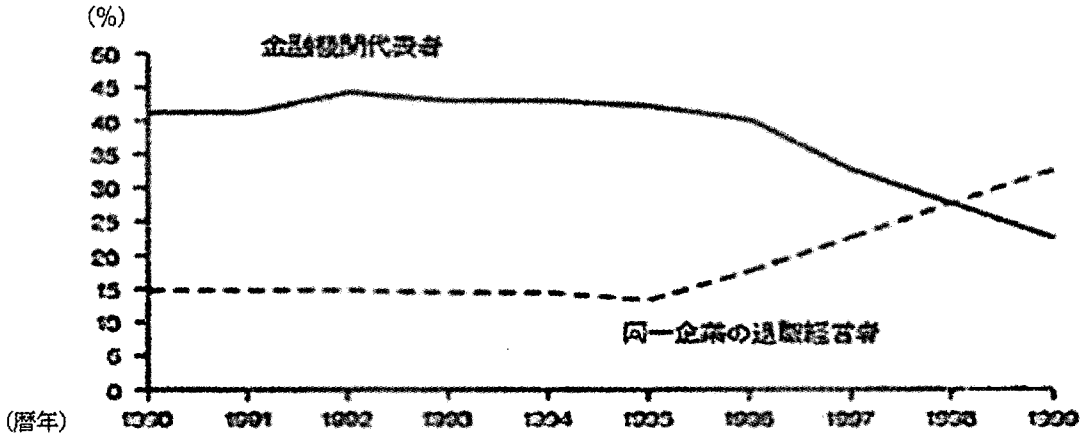
こうした機関投資家の株式保有シェアの増大は個人の株式保有の減少と一致している。しかし、株式保有の減少は政府部門および非金融機関についても確認される。「機関化」現象の増大は機関投資家層全体(・・)への株式所有の集中を進める一方、伝統的大株主を中心とする「所有の脱集中化」と「企業間ネットワークの解体へのトレンド」も同時並行的に生じている³⁶⁾。政府系企業の民営化も一つの重要な要因であるが、確実に企業間ネットワークの密度は後退している。こうした動向は2000年に導入されたキャピタルゲイン非課税措置により今後も一層進展するものと予測される³⁷⁾。

第2に銀行のモニタリング能力はかなり浸食されている³⁸⁾。大企業に対する銀行貸し出しは、こうした大企業が「自己金融」を中心とするようになり、さらには代替的な新しい多様な資金調達様式の可能性が広がるようになるにつれて減少してきた。また大規模な民間銀行はアングロサクソン流の投資銀行業務に向けて戦略的方向転換を行ってきた。こうした戦略上の転換は特定企業に対するモニタリングに重要な役割を果たす積極的意欲と矛盾している。というのも、特定企業との緊密な関係は金融サービスにおける海外の投資家の評価を引き下げ、投資銀行ビジネスの上で不利になるからである。銀行の投資ポートフォリオはより市場志向的になり、銀行は特定企業との従来の安定的・緊密な関係を重視しなくなっている。例えば、クラークス (Klages, P.) の研究によれば、「ドイツ銀行とミュンヘン再保険は、1996年と2000年の間で100大企業のうちの資本参加企業のおおよそ半分の株式を売却している。ドレスナー銀行とまた、そして多少低い程度でアリアンツもその資本参加企業の株式を売却している。1996年と2000年の間だけでドイツの4大金融機関は平均してドイツ100大企業の株式所有の44%を売却している³⁹⁾」ことが明らかになっている(図表－4を参照せよ)。こうした大銀行の「退出」行動は産業企業において銀行経営者によって握られてきた監査役会会長職の数を減らす結果にも表れている。ドイツ銀行はその監査役会会長の職を半減することで先頭に立っている⁴⁰⁾。ますます監査役会会長職は同一企業出身の前経営者が占めるようになってきている⁴¹⁾(図表－5を参照)。

第3に、敵対的買収に対する障害は取り除けられており、限定的規模ではあるが会社支配権市場が出現し始めている。2000年の英国ボーダーフォン社によるマンネスマン社の買収は変化の程度を例証

図表－５ ドイツ大企業40社の監査役会会長の出自（1990年－99年）

各年における監査役会会長に占める割合



出所：Höpner, M., a. a. O., S. 138.

する分水嶺であった⁴²。これまでのように「敵対的買収に対する守護者」としての役割を銀行は放棄しているだけではなく、「企業領域におけるコントロールと透明性に関する法律」(KonTraG)や「資本調達容易化法 (KapAEG)」といった法改正⁴³も議決権制限の禁止や企業価値の透明性の向上措置により敵対的企業買収に対するハードルを引き下げるところとなった。さらにはこれまで敵対的企業買収に抑止効果を果たしてきた労働者共同決定も強い障害としては機能しなくなっている。ジャクソンらによれば、「ティッセン社（1997年）とマンネスマン社（1999年・2000年）のケースを比較すると、労働組合は敵対的企業買収を1997年当時には『略奪者資本主義』（predator capitalism）と見なして原則的に反対する立場を取っていたのに、2001年になると経済行動の不可避の手段として敵対的企業買収を許容する立場へとその政治的立場を変えている。⁴⁴」

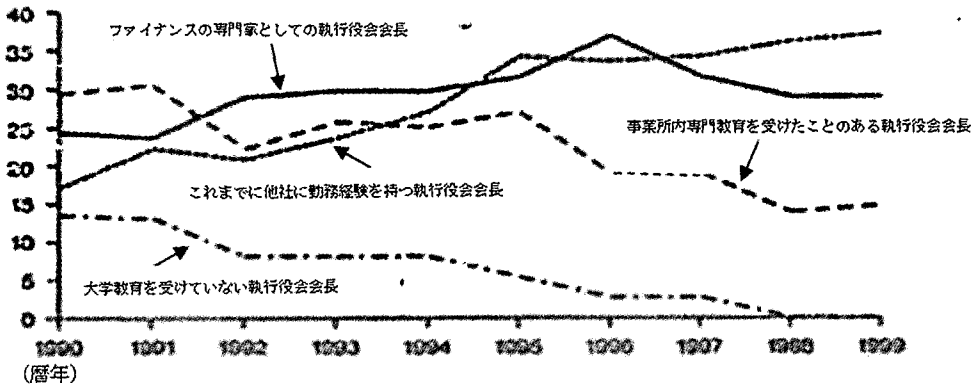
3.2 経営者キャリア・パターンの変化

ドイツ大企業の執行役会は、1990年代以降、伝統的な「自然科学と工学系志向」から離脱し、より「ファイナンス志向」へと大きく変化していることが明らかになっている⁴⁵。こうした変化の背景として、株主、とくに機関投資家がこうした要求を強めているためばかりではなく、経営者リクルート市場が国際化していることや若い経営者がますますアングロサクソンの経営文化を経験するようになってきたことが挙げられうる。1990年代にドイツの上場40大会社におけるCEO（「最高経営責任者」と呼ばれることが多いが、ドイツでは執行役会会長：Vorstandsvorsitzendeを指す）を務めた90人のトップ経営者のキャリアに関して情報が収集され、その分析から、1990年代のトップ経営者のキャリアと教育の展開に関するいくつかの発見的事項が以下のように要約されている⁴⁶。

1. 経営者という職業の一層の専門職業化（professionalization）に向かう強いトレンドが存在して

図表－6 ドイツ主要大企業40社の執行役会会長のキャリア・ルート

執行役会会長全体に占める割合（％）



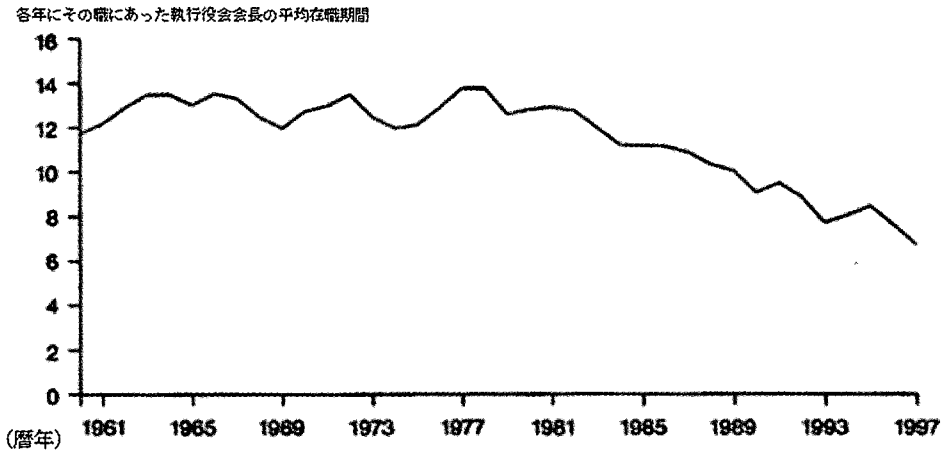
出所：Höpner, M., a. a. O., S. 126.

いる。大学教育を受けていないCEOは90年代初頭にはなお14%いたのに、1990年代末には大学卒業資格を持たないCEOは一人もいなかった（また博士号を有するCEOは60%弱）⁴⁷。ドイツの事業所内徒弟教育制度を経験したトップ経営者⁴⁸の割合は1990年の30%から1999年には15%へと減少している（図表－6をも参照せよ）。

2. 外部の経営者リクルート市場の役割は明らかに上昇している。1990年に観察されたトップ経営者の17%が外部から登用された。1999年にはその割合は35%にまで増加した。その結果、同一企業内部のキャリアの役割は減少している。
3. 金融部門で働いた経験を有するファイナンスの専門家として分類されうるトップ経営者の割合は増加している（1990年の29%から99年には5ポイント増加）⁴⁹。CEOの39%は経済学を研究し、24%は法律家としての訓練を受け、32%が自然科学ないし技術をテーマとする研究を学生時代に行っていた。このデータを1970年代の情報と比較すると、自然科学及び工学関連の比重の大幅な低下を示唆している。
4. トップ経営者の平均在職期間は1965年には13年以上であったのが、1996年には7年以下にまで劇的に減少している（図表－7も参照せよ）⁵⁰。

ジャクソンらによれば、トップ経営者の「社会的世界」におけるこうした変化は、株主価値重視戦略が経営者の間でなぜ高い人気を博しているのかを説明するものとされる。「経営者の社会的バックグラウンドとキャリア・インセンティブの変化は経営者の会社目標の知覚にも影響している。非常に競争的な経営者リクルート市場の出現は測定可能な客観的業績基準の利用を要求している。同時に、監査役会がトップ経営者を積極的に解雇しようとする試みが増加している。1990年代に一部の執行役会会長（CEO）が業績悪化とその結果生じた監査役会における信頼の喪失を理由に退職を強要される

図表－7 ドイツ主要大企業40社の執行役会会長の平均在職期間



出所：Höpner, M., a. a. O., S. 131.

ところとなった。⁵¹⁾

こうして、エージェンシー理論が仮定するように「株主価値重視経営」は、企業外部から機会主義的行動をとる経営者を規律付ける道具というより、ドイツ大企業の経営者のキャリア形成の変化を背景として、経営者自身がこれを積極的に受容し、こうした動向を歓迎しており、経営者イデオロギーとなっていることが見逃されえない⁵²⁾。

4. 株主価値重視経営と雇用管理

これまでに確認してきたように、ドイツのこれまでの伝統的企業統治構造の下では「安定的雇用」と「平等な賃金」という雇用管理が実践されてきた。利害関係者間での付加価値分配は、ドイツでは相対的に労働側に高く株主側に低いという特徴を持っていたのであり、これが「高賃金経済 (high-wage economy)」を支える一方、多角化事業投資と「利益よりも成長 (売上高)」の重視は基幹従業員層の雇用を安定させるものであった。しかし、1990年代以降の「株主重視経営」の台頭に伴って、事業再編 (リストラ) に伴う雇用の縮小と変動型賃金制度の導入が広がっている。

4.1 基幹従業員層の雇用の縮小

ベイヤー (Beyer, J.) とハッセル (Hassel, A.) の付加価値分配を巡る実証研究⁵³⁾によれば、1990年代において、ドイツの「株主志向的会社において付加価値に占める株主への分配状況は、従業員の犠牲の上で一定の改善が図られてきた⁵⁴⁾」。この実証研究において、「株主志向的会社」はリストラ (脱「売上至上主義」と「雇用の減少」) による利益増加による配当増を目指していることが確認された。この場合、賃金の削減よりも、周辺事業への投資削減・撤退による利益向上が目指されている。ジャクソ

ンらによれば、「使用者側は引き続きコア従業員に対する非自発的なレイオフを回避することを約束しているものの、この安定的雇用のコア部分は交渉による雇用調整と自然減、早期退職、そしてパートタイム労働といったソフトな方法の利用を通して縮小しつつある。例えば、フェーバ社は以前の給与の90%を保証する早期退職を通して2万9千人の従業員を削減した。⁵⁵⁾

ジャクソンらによれば、コア部分の雇用の削減に経営評議会は影響力を持たないわけではない。経営評議会は、事業所内の雇用を維持し、ドイツにおける高付加価値生産の場としての立地を維持するために「経営協定」(site pacts)の交渉に積極的である⁵⁶⁾。その際、第1に、コア事業への投資を保証するために、経営評議会は「より低い社会的基準、団体交渉賃率を上回るプレミアム賃金の削除そして残業とシフト作業に対する割増手当のカット」といったコスト削減譲歩を認めている。第2に、2年から4年の期間にわたる雇用保証と引き換えに賃金や労働時間の譲歩を伴う「雇用同盟」(employment alliance)が締結されている。労働時間の削減や要員配置の弾力化を通じて作業は再配分され、業界・地域全体の賃率水準を上回る会社のプレミアム部分を削減することで労働コストが引き下げられている⁵⁷⁾。

4.2 株主価値重視経営と新しい業績連動型報酬制度

1990年代に入って、ドイツの大企業を中心として管理職だけではなく、協約賃金の対象者である一般従業員のレベルにもますます変動型賃金制度(variable remuneration schemes)を導入する動きが広がっている。これは同時に進行した事業のリストラと絡めて、収益性の低い周辺事業の売却・閉鎖を伴いながら、従業員が賃金として受け取る付加価値分配シェアは減りつつも、コア事業の従業員の賃金は「利益指向型給与」(profit-oriented pay)により上昇している。ドイツ100大企業の実証研究が示すところによれば、70%の企業が個人別業績評価もしくは業績目標設定評価に基づく賃金構成要素を有する賃金制度を導入していた。51%の企業は企業全体の利益もしくは業績に基づく報酬を支払っていた。57%の企業は何らかの従業員持ち株制度を導入していた⁵⁸⁾。こうしたトレンドは均一な賃金構造、確実かつ安定した収入、業績基準による格差拡大の歯止めというドイツ労働組合の伝統的なスタンスからの逸脱を示している。⁵⁹⁾ ジャクソンらによれば、労働組合との交渉によって決められる出来高賃率といった古い業績関連給与形態は、個人別業績をモニターし、その業績に報いる査定制度に取って代われつつある。そのような個人成果連動型報酬制度は集合的に交渉される賃金の平等主義的效果に対抗し、より大きな個人的インセンティブ、すなわち従業員への動機づけとコミットメントを高めることを意図して導入されてきたものである。さらに、業績関連型予算の規模を会社もしくは事業単位の利益とリンクさせる利益連動型給与が導入されつつある⁶⁰⁾。

こうした業績連動ないし成果主義給与制度採用の広がりは製品市場のグローバル化とコスト削減競争の激化が背景として考えられるが、ジャクソンらの実証研究によれば、ドイツ大企業における株主価値向上戦略の採用と成果連動型給与制度の導入との間には統計的に強い有意な関係が存在していることが確認されたと主張している⁶¹⁾。

こうした成果連動給与制度が株主価値重視経営の下で導入される理由として以下の4点が挙げられる。第1に従業員全体に対する業績連動型給与の導入はしばしば株主価値重視戦略の一要素となっていることである。投資家はこうした給与制度の導入に従業員の経済的利害と投資家側の利害との調和に対するシグナルとみなす。経営評議会ですら業績連動型報酬は株主を引き付けるために営業報告書に記載すべきであると主張している。第2に経営者に対するボーナスと株主に対する配当が高くなるのに伴い、従業員も同様に自らの取り分を要求できる。経営者は高いボーナスが従業員全体に支払われる限りで自分自身の高い報酬を容易に正当化しうる。第3に株主価値重視戦略を志向する会社は事業別の収益データがすでに存在しているがゆえに利益連動型給与を容易に導入できる。第4に大量の従業員持ち株所有は投資家の圧力が増えるにつれて敵対的企業買収に対する保護機能を果たしうる⁶²。

4.3 業績連動型給与制度の普及と労使関係

ジャクソンらによれば、業績連動型給与制度の普及はドイツの産業別団体交渉に間接的影響を及ぼしてきている。こうした変動型 (contingent) 報酬制度は、ドイツの伝統的団体交渉の目的である、同質的賃金構造、確実に安定した所得、高くかつ継続的に増える報酬基準とは対立するものであろう。しかし、これまでドイツの業績連動型給与制度の導入は伝統的な団体交渉システムの枠内で実践されてきた。今日までのところ、会社特殊的な給与制度は産業別団体交渉による賃金協定と並んで会社内で共存している。伝統的団体交渉の枠内で経営側は団体交渉で合意された給与を上回る業績連動型報酬を支払うことができる。賃金ドリフトが伝統的に高い銀行と化学産業で業績連動型賃金制度の導入が多いのもこの現象の証拠である⁶³。

ここで注目されるのは、新しい利潤連動型給与形態を組み込んだ新しい賃金協約がもつばら企業レベルとはいえ出現していることである。これは1999年、当時の Debis (ダイムラー・クライスラー・サービス) 社で行われたものである。これは年間所得の10%までは個人別業績に依存し、さらに10%は会社の業績に連動することが協約上明記された。この労働協約は金属産業労組 (IG Metall) と Debis 社によって締結された。Debis 社のドイツ・テレコムによる買収後、多くのこうした革新はテレコム社の他の部門にも導入されるところとなった。他の労働協約は協定された賃金増加の一部を企業の経済的パフォーマンスにリンクさせるものである。ここでは両当事者は予め一定のパフォーマンスが達成された場合には追加的な賃金増加が与えられることに合意している⁶⁴。

ジャクソンらによれば、業績連動賃金規制を巡る議論において、長期的には業界レベルの団体交渉は会社レベルの報酬実践によって調整され、業界レベルの団体交渉では枠組み規制に限定され、実際の報酬制度は会社レベルで経営評議会と協議しながら扱われることになるという点で合意が存在している。ドイツの労働組合ではすでに変動型報酬制度はいくつかのケースでは団体交渉制度によって支持されてきた⁶⁵。

賃金を巡る団体交渉に変動的構成要素を組み込むことは、産業別団体交渉下での「協定された賃金」

の概念を脅かし、少なくとも団体交渉によって規制される所得割合を減らすことになる。こうして(同質的賃金構造を獲得するという)団体交渉の重要な機能の一つはもはや失われることになろう。労働協約が変動型給与適用条件を定めているので、この協約は時間の経過とともに企業間および個々の従業員間での一定の格差を支持することになる。その結果、第1に、変動型報酬制度の普及は賃金交渉の脱集権化を強める。労働組合は所得に対する自らの影響力を経営評議会に部分的に譲り渡すことになる。第2に、所得が、より市場主義化される。賃金水準は、例えば、キャッシュ・フローや投資収益率といった事業パフォーマンス指標と個人の業績・成果により決定される傾向を強めるようになる。集合的賃金交渉は個人別賃金のうちのより一層小さな割合を規定し、個人別の賃金はますますリスクへの挑戦や競争といった企業者の原理 (entrepreneurial principles) を基礎とすることになる⁶⁶。

5 株主価値重視経営と労使関係

5.1 労使関係が株主価値重視経営に及ぼすインパクト

こうした株主価値重視経営に対して、「共同経営」(co-management)としての役割を果たすことによってドイツの労働組合・経営評議会はその影響力を行使してきた。その際、株主価値重視経営で求められる経営の透明性向上・説明責任 (accountability) 強化と経営者報酬の次元では株主の利害と労働側の利害とは一致している。

経営の透明性向上・説明責任強化という見地から、機関投資家はIAS (IFRS) 基準もしくはUS-GAPP 基準といった「国際的会計基準」の採用をドイツ企業に求めている。同時に、労働組合もまた経営の透明性・説明責任の強化こそ共同決定のために必要であると見なしている。「というのも、共同決定の目的は経済権力をコントロールすることであり、信頼できる情報の量的・質的充実こそ影響力行使の条件だからである。組合は企業財務に関する立法措置 (『資本調達容易化法』) を支持してきた。この法律は国際会計基準の採用を容易にし、ドイツの会社がこれを採用するように要求するEU指令を求めてすらいる。経営評議会もこの要求を支持してきた。というのも、経営評議会は様々な国における子会社のパフォーマンスの比較可能性に大きな利害を共有しているからである。それは異なる会計基準が存在する場合にはこのパフォーマンス比較が困難だからである。⁶⁷」

さらにまた労働組合もトップ経営者の報酬が会社の業績に連動すべきだとする株主行動主義者の見解を共有する一方、その経営者報酬が高額化する傾向を批判してきた。

また労働組合・経営評議会との合意の下で推進されてきたリストラ (=事業再編) の一例としてマンネスマン社とティッセン・クルップ社を挙げることができる。

マンネスマン社は事業の多角化を推し進めた結果、鋼管事業、エンジニアリング事業、自動車部品事業、通信事業といった種々雑多な事業を有するコングロマリット (複合企業) となっていた。同社は通信事業をコア・セグメントと位置づけ、とくに1999年には欧州の携帯電話事業者大手である英国のオレンジ社 (Orange) の買収では多額の資金を投じてきた。マンネスマン社の労組活動家によれば

「通信事業の発展は他の事業部門にとって次第に危険となっていた。オレンジ社の買収に巨額の資金が投入された結果、伝統的な事業部門への投資削減を防ぎ、自分たちの事業部門を守るために戦わねばならなかった。⁶⁸」こうして、伝統的な事業領域では、その持続的な発展のために通信事業部門の分離を支持する一方、通信事業部門の労働者たちは敵対的企業買収の脅威を高めるコングロマリット・ディスカウトを取り除くためにもスピン・オフを選好していた。それ故、彼らは、株主と一緒にになって、リストラ圧力を経営者に対して行使してきた⁶⁹。

一方、ティッセン・クルップ社も、ほぼ同じ頃、コア・ビジネスとは見なされないティッセン・クルップ製鉄をスピン・オフし、株式市場でティッセン・クルップ製鉄の株を30%売却することを計画した。経営評議会議長は株主によって要求された株式上場計画を支持した。「これまで2年間、我々は製鉄事業部門がもはや企業のコア・コンピタンスとはみなされていないと観察してきた。我々は大きな投資を引き付けていない。・・・起こりうるシナリオは売却か衰退かのいずれかである。こうした条件の下では株式上場は明るい展望を切り拓く。・・・株式上場なくしては製鉄事業部門がコア・ビジネスになる見込みはないであろう。⁷⁰」

こうしたケースから明らかなように、ドイツの伝統的な労使関係秩序、労働組合と経営評議会の合意の下で事業の再構築とスピン・オフは実施されている。ジャクソンらは、コア事業部門の従業員にとって周辺事業セグメントをスピン・オフすることで企業価値を高めることがこのコア事業部門の従業員の利益と見なす一方で、周辺事業部門の従業員にとってもこのリストラによってコア事業となる可能性が与えられることで従業員側にとっての利益になる期待がリストラへの同意を生み出していることが強調されている。しかし、ツェーゲヘアはシーメンス社とフェーバ社のケース・スタディにおいて、資本市場志向的な事業再編に対して、労働側は、雇用保証を文書による契約もしくは協定という形で締結することが労使間の対立を回避する最低限の条件と要求し、この要求を実現する過程でリストラに対して大きな合理化規制力を行使していることを明らかにしている。この点で、決して、1990年代のドイツ大企業のリストラが労働側の抵抗なしに展開されたということは決してできない⁷¹。

5.2 株主価値重視経営が労使関係に及ぼすインパクト

ヘプナー(Höpner, M.)によれば、ドイツ大企業における監査役会レベルの共同決定も事業所レベルでの共同決定も、その資本市場志向の程度に関わりなく、その「安定性に関する重大な疑念は存在しない」としている⁷²。けれども、ジャクソンらは、ヘプナーの研究に依拠して、共同決定について、以下の5つのトレンドがはっきりと認められうるものと捉えている⁷³。

1. 体制変革から体制への順応：共同決定は、もはや経済システムを資本主義的要素と社会主義的要素との混成物（経済民主主義）へ転換するための手段とはみなされておらず、共同決定は民間企業において完全に受け入れられている。
2. 社会性志向から効率性志向：職場の民主的参加は依然として共同決定を正当化する一つの根拠である。しかし、ますます共同決定は使用者と被用者との間で行われているミクロ関係を組織す

る、より民主的で社会的なモデルであるだけでなく、より効率的なモデルであることを証明することが求められている。

3. 共同経営と専門職業主義（プロフェッショナリズム）：実際には、共同決定はその法的基盤をはるかに越えており、社会的・人事的問題においてだけでなく、経済的課題事項においても会社の政策に介入し、それを正当化している。経営機能と共同決定との間の境界はますます識別することが難しくなっている。
4. 対立志向から合意志向：経営評議会と使用者との間の対立はごく稀にしかないものとなっている一方、共同決定は協力的プロセスとして両当事者をともにコミットさせてきている。両当事者とも階級対立における敵対者としてではなくお互いをパートナーとみなしている。
5. 法的規制からルールを巡る交渉：欧州経営評議会ガイドラインに類似して法的基盤の役割はますます減少しており、共同決定のルールを巡る交渉の重要性が高まっていることを示す証拠が多くなっている。例えば、一部の会社は立法措置に基づいて設立されているコンツェルン経営評議会の代わりに、「経営評議会ワーキング・チーム」（working teams of works councils: Arbeitsgemeinschaften der Betriebsräte）を設置し、ここでの交渉に基づいて共同決定のルールを決めようとしている。

こうして、株主価値重視経営の実践では依然としてドイツの伝統的な労使関係秩序の枠内で展開されているものの、企業内共同決定の実践は、ますますミクロ・レベルに焦点を合わせたインサイダー志向、従ってまた共同決定の効率志向・合意志向が強まっている⁷⁴。この点で、マクロ・アウトサイダー的諸力である労働組合とミクロ・インサイダー的諸力である経営評議会との利害対立のリスクは高まっている。例えば、1997年のクルップ社による敵対的買収計画に対して、金属労組（IG メタル）が敵対的企業買収を正当化できない経済行動手段としてこれと闘っていたのに、クルップ社の経営評議会はこの買収計画を支持していた。「金属労組の3万人の組合員が1997年にクルップ社の敵対的企業買収計画とこれを支えたドイツ銀行に反対してデモを行った時に、経営評議会メンバーはこれに参加すらしなかった。⁷⁵」また2003年夏、大規模自動車メーカーの経営評議会は週35時間労働を要求する旧東ドイツ地域の金属労働者のストに反対していた。

ドイツの団体交渉システムについて、一部の中小企業において「脱集権化」への動きが認められるものの、大規模会社のいずれも中央集権的集団協約（包括的労働協約）からの離脱を選択していない。ジャクソンらは、株主価値志向的会社でさえも賃金政策を巡る対決を回避している理由として以下の事情を挙げている⁷⁶。すなわち、第1に、大会社は中小会社よりも大きな生産性を享受しており、中央の団体協約から離脱することになれば、より高い賃金要求に立ち向かわねばなくなるであろう。もし組合がその賃金要求の基礎をマクロの生産性動向においているとするならば、傾向的により低い生産性を有する会社は単位労働コストの増加をもたらす一方、より高い生産性を有する会社は単位労働コストの減少を結果としてもたらすからである。第2に、大企業の方が労働組合組織率は高く、それ故ストライキ活動の標的となるリスクは高い。第3に、株主価値志向的企業は社会的に注目されて

いる産業部門に属しており、それゆえ労働争議に弱い。株主価値志向的企業は賃金政策に無関心なのではなく、「階級対立」(class conflict)を恐れており、「労働平和」(labour peace)を優先するという明確な優先順位を持っている。第4に、事業所レベルでの「事業拠点と雇用の保証のための同盟」(betriebliche Pakte zur Standort- und Beschäftigungssicherung)の存在である。これにより、事業所の雇用保証と引き換えに協約を上回る賃金部分の引き下げを実現している。こうしたフレキシブルな賃金政策の可能性が包括的労働協約において拡がっている⁷⁷。

6. おわりに

戦後のドイツの企業統治モデルを特徴づけてきたのは「我慢強い銀行」を基盤とする資本市場と共同決定を通じた経営参加制度との間の高度の制度補完性(complementarity)であった。ジャクソンらによれば、この補完性は特殊な「階級連合」に基づくものであり、この連合において資本は有利な投資利回りを実現する一方、労働者に対する高賃金と企業内再投資とを選好する付加価値配分を可能にしてきた⁷⁸。「我慢強い」資本はそれによってドイツの雇用関係と労使関係を安定化させてきた。その間、会社の説明責任は経営評議会との協議を通じた企業内説明責任により補完されながらも、銀行による外部の状況依存的なモニタリングによって達成されてきた。会社のインサイダーとアウトサイダーとの間の潜在的なコンフリクトは高い経済成長と福祉国家の再分配政策によって抑えられてきた。すでに確認してきたように、こうした制度補完性がドイツ大企業の所有構造とファイナンスにおける変化とこれに関連した株主価値向上戦略の普及によってかなり変化してきたものと捉えられる。しかし、ジャクソンらによれば、「この結果、雇用・労使関係に生じる変化は程度の問題(a matter of degree)であり、米国や英国の自由主義的な企業統治モデルへの収斂として解釈されてはならない。市場の圧力は既存の労働諸制度の配置により継続的に調停されている⁷⁹」ものと捉えている。

同時に、ジャクソンらによれば、市場主義化された資本の役割はドイツにおける市場主義化された雇用関係に向けた変化を促している。すなわち、「安定的雇用の適用対象の従業員数はますます少なくなっている一方、『ソフトな』雇用調整のコストはもはや既存の社会的福祉制度によって効果的に引き受けられなくなっている。変動型賃金は賃金決定をより分権的なものにさせ、企業や事業単位の市場地位に状況依存的にさせている。⁸⁰」しかし、ジャクソンらによれば、株主価値重視経営はドイツの労使関係のコアである諸制度、とくに共同決定と団体交渉を全面的に侵食するものではなかった。こうして、ジャクソンらはこうした企業統治の変化を「共進化」(co-evolution)と呼ぶとともに、「洗練された株主価値モデル」(an enlightened version of shareholder value)と位置づけるところとなった⁸¹。

2008年9月の「リーマン破綻」に続く世界的規模での経済・金融危機、さらには2009年末以降のギリシャの財政危機に端を発する金融不安の拡大以降、ドイツ経済・企業、さらには社会においても「株主重視経営」や際限なき規制緩和・市場競争重視や格差拡大への懐疑が拡がっている。例えば、ドイツ語

圏の経営学研究者の最大の団体である経営学会【Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft e.V. (VHB)】理事会は2010年3月に「経営経済学教育と研究における倫理」声明⁸²を発表し、その声明において「一部の経済人の疑わしい行為は・・・企業人のパフォーマンスと道徳的質への社会の信頼を著しく損ねてきた。それにより、経営経済学の教育と研究も、近年の金融・経済危機の原因であるマネジメントの機能不全を巡る論争の焦点になっている。学問それ自体は個々の人間や機関の過ちに直接責任を負うものではないが、しかしそれでも、例えば、教育の欠陥ないしあまりに経営実践との無批判的ななかかわりが間違った発展の一因をなしたのではないかどうかという議論が提起されねばならない」として、国際連合（UN）の下に設置されたワーキング・グループで2007年に提唱されてきた「責任ある経営教育原則」（The Principles for Responsible Management Education：PRME）の意義ないし企業倫理（Unternehmensethik）の意義を明確に提起している⁸³。この点でも1990年代から2000年代にかけて蔓延した「市場原理主義」に対する無邪気な「ユーフォリア」は減衰しており、今後ますます「資本主義の多様性」とドイツ固有の企業統治構造への再評価が進展していくものと考えられる。

- 1 こうした戦後のドイツの経済体制は「社会的市場経済」（Soziale Marktwirtschaft）と呼ばれているが、この政策理念は戦後の政治・経済動向に規定されて「市場性志向」と「社会性志向」の間を揺れ動いてきたことが見逃されえない。戦後ドイツの社会的市場経済体制の変遷については拙稿「社会的市場経済体制とドイツ経営経済学の展開－市場志向・経済志向と社会性・人間性志向との間の揺らぎ－」経営学史学会第18回全国大会統一論題報告（予稿集）37頁以下に詳しい。
- 2 Hall, Peter A. and David Soskice (eds.), *Varieties of Capitalism: International Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press, 2001.（ホールとソスキス『資本主義の多様性』遠山弘徳ほか訳、ナカニシヤ出版、2007年）また Zugehör, Rainer, *Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, Unternehmen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung*, 2003.（ライナー・ツェゲヘア著『ライン型資本主義の主義の将来－資本市場・共同決定・企業統治－』風間信隆監訳、風間信隆・松田 健・清水一之訳、文眞堂、2008年）。
- 3 Zugehör, R., ibid., S.15.（ライナー・ツェゲヘア著、前掲訳書、1頁。）
- 4 個別経済的レベルにおける経済秩序はドイツではしばしば企業体制（Unternehmensverfassung）と呼ばれ、しばしば共同決定問題と絡めて議論されてきたが、近年では株式会社における経営者を誰がどのようにして監視・コントロールするか（いわゆる「会社機関」の制度設計）に関わってコーポレート・ガバナンスなる概念がドイツでも使用されている。海道ノブチカ著『ドイツの企業体制－ドイツの企業統治』森山書店に詳しい。同時にここでは会社はそもそも「誰のために存在するのか」という企業観ないし経済秩序の在り方が問われていることに留意されるべきである。
- 5 Höpner Martin, *Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland*, Campus, 2003, S.228f.
- 6 Zugehör, R., a.a.O., S.176.（ライナー・ツェゲヘア著、前掲訳書、175頁。）
- 7 Zugehör, R., a.a.O., S.176.（ライナー・ツェゲヘア著、前掲訳書、175頁。）
- 8 Jackson Gregory, Martin Höpner and Antje Kurdelbusch, Corporate Governance and Employees in Germany : Changing Linkages, Complementarities, and Tensions, in : Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), *Corporate Governance and Labour Management, An International Comparison*, Oxford University Press, 2005, p.86.
- 9 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.86.
- 10 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.86.
- 11 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.86.
- 12 Klages P., Zwischen institutioneller Innovation und Reproduktion; Zum Wandel des deutschen Corporate Governance- Systems in den 1990ern, in: *Berliner Journal für Soziologie*, 6/2006, Bd.16, S.43.
- 13 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., pp. 86-87.
- 14 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.88.
- 15 Dietl, H., *Capital Markets and Corporate Governance in Japan, Germany, and the United States*, Routledge, 1998, p.124.

- 16 Frick, B. and Erik Lehmann, Corporate Governance in Germany; ownership, Codetermination, and Firm Performance in a Stakeholder Economy, in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.) op.cit., p.126.
- 17 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.88.
- 18 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.88.
- 19 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.89.
- 20 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.89.
- 21 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.89-p.90.
- 22 Gregory Jackson, M. Höpner and A. Kurdelbusch, op.cit., In Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.91.
- 23 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.91.
- 24 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.91-p.92.
- 25 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.92.
- 26 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p. 92.
- 27 Streeck, Wolfgang. (ed.), *Social Institutions and Economic Performance*, Sage, 1992, p.32.
- 28 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.93.
- 29 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.93. この点に関して、ヘブナーもこれまでの経営者のキャリア・パターンのドイツの特徴として、エリート大学は存在しないこと、製造業の大規模・中規模の経営者の半分強が大学を出ていないこと（大学卒業者の60%弱は工学・自然科学系であり、30%が経済学系であり、残り10%が法学系の出身であった）、内部昇進が多いこと、在職期間が長いことなどを挙げている。vgl. Höpner, M., aa.O., S.123f.
- 30 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), p.99.
- 31 以上は、Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p. 101を参照。
- 32 投資家の株式投資目的には「金融上の利益」の他に「戦略的利益 (strategic interests)」がある。詳しくは、Zugehör, R., aa.O., S.55ff. (ライナー・ツゲヘア、前掲訳書、45頁以下)を参照せよ。
- 33 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.101.
- 34 Steiger, M., *Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance*, Nomos, 2000. このシュタイガーの研究については、Zugehör, R., aa.O., S.62f. (ライナー・ツゲヘア、前掲訳書、52-52頁)も参照せよ。
- 35 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.101.
- 36 ドイツ最大100社（付加価値額）の監査役会メンバーの人的結合度は1980年と1998年との間で約12%から7%にまで減少してきたことが報告されている。Höpner Martin, aa.O., S.136.に詳しい。Windorfの研究によれば、「もっとも結合度の大きな」ドイツ15大企業の人的結合度は1993年から99年の間で半減しているとされる。Vgl. Ibid.
- 37 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p. 101.こうした企業間結合の解消の動きは、資本市場の規制緩和、とくに「企業領域におけるコントロールと透明性に関する法律」(KonTraG)の影響も大きい。詳しくは、Zugehör, R., aa.O., S.67f. (ライナー・ツゲヘア、前掲訳書、58頁)を参照せよ。
- 38 1990年代におけるドイツの銀行と企業間ネットワークによるモニタリング機能の低下についてはHöpner, M., aa.O., S.134ff.に詳しい。
- 39 Klages, P., aa.O., S.45.
- 40 クラゲスによれば、「ドイツ銀行はその100大企業の監査役会への派遣を1980年の40企業から1998年には17企業に減らしている。その上、2001年にはドイツ銀行は今後監査役会役員を引き受けないと公表している。」Vgl. Klages, P., aa.O., S.45.
- 41 Höpner, M., aa.O., S.138f.
- 42 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.102.
- 43 ドイツの1990年代以降の企業統治改革及び資本市場改革については、正井章著作『ドイツのコポレート・ガバナンス』成文堂、2003年に詳しい。
- 44 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.103.
- 45 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.103.
- 46 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.103.この上場40大企業の一覧については、Höpner, M., aa.O., S.33.を参照せよ。
- 47 Höpner, M., aa.O., S.127.
- 48 こうした、いわば現場からの叩き上げで、事業所内職業教育訓練を受けて教育訓練を終了した経営者として、例えば、BMWのミルバーク (Milberg Joachim) (機械工)、ドイツ・ルフトハンザのルーナウ (Ruhnau Heinz) (電機組立工)、ダイムラー・ベンツのシュレンプ (Schrempp, E. Jürgen) (自動車機械工) らがいる。Vgl., Höpner, M., aa.O., S. 127.

- 49 Höpner, M., a.a.O., S.128.
- 50 Höpner, M., a.a.O., S.130f.
- 51 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.104. 例えば、1990年代に業績不振への批判から退職を迫られた CEO には、ウルバン (Urban, H.W.) (コンチネンタル)、シュナイター (Schneider, Anton) (Deuz)、ピシェッツリーダー (Pischetsrieder, Bernd) (BMW)、シュメルブッシュ (Schmuelbusch, Heinz) (メタルゲゼルシャフト) らがいる。Höpner, M., a.a.O., S.130.
- 52 Vgl. Höpner, M., a.a.O., S.121. もちろん、ドイツの大企業の間でも株主価値志向の受容の程度は異なっており、例えば、化学産業、IT 産業は高く、公的所有・伝統的産業に属する企業では低い (Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.104.) ヘプナーは株主価値を定量的に測定するために株主価値インディケーターを開発し、株主価値志向ランキングにまとめている。vgl. Höpner, M., a.a.O., S.62ff.
- 53 この実証研究については、以下の研究に詳しい。Beyer, J. and Hassel, A., The Effects of Convergence: Internationalization and the Changing Distribution of Net Value Added in Large german Firms', in: *Economy and Society*, 31, 2002.
- 54 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.106.
- 55 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.106.
- 56 1990年代において115社のサンプル企業のうち46%において雇用保証のための事業所協定が締結されていた。Vgl., Höpner, M., a.a.O., S.156.
- 57 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.106.
- 58 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.107.
- 59 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.107.
- 60 この利益関連型給与の場合、当然のことながら、利益が高い場合には変動型給与を導入していない場合よりも高く、会社の業績が悪化すればより低くなる。この場合、従業員は業績の改善による報酬の割り当てに伴うリスクを受け入れねばならない。同時にこれによって財務管理上コストがコントロールしやすくなるという点で明白なコスト削減効果を使用者側は期待している。Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.107.
- 61 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.108-p.109.
- 62 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.109-p.110.
- 63 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.110.
- 64 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.111.
- 65 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.111.
- 66 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.112.
- 67 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.112-p.113. ジャクソンらによれば、「(商法典【Handelsgesetzbuch】で定められているような) 伝統的な会計ルールと異なり、国際基準は業績好調時に秘密積立金 (hidden reserves) を積み立てることを制限している。しかし、業績好調時に資金を隠し、業績不振時に積立金を持っていることは従業員のためであろうと主張されることもある。労働組合の専門家はこの見方に同意しない。この専門家たちは秘密積立金が会社のバランスシートの平準化効果を持っていると考えている。配当と報酬の分配に関して、ドイツ会計基準の影響は反循環的 (anti-cyclical) ではなく正循環的 (procyclical) である。業績不振時にドイツ会計基準を用いる会社は実際には営業利益が存在しないのに秘密積立金を取り崩して利益を計上する。公表利益は企業の実態を蝕み、それはとくに従業員にとっても危険である分配要求をもたらす。対照的に高利益という文脈では、公表利益はこの一部を株主と従業員に分配できるであろうにもかかわらず極小化される。」(ibid., p.113.)
- 68 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.114.
- 69 当時の IR 部門の責任者はマンネスマン社の投資の90%が通信事業部門に振り向けられていることを明らかにしていた。この点で、労働側代表は、伝統的な事業部門である、エンジニアリング、鋼管、自動車部品事業が競争上不利になる危険を認識していたと言われている。Höpner, M., a.a.O., S.180.
- 70 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.114.
- 71 この点については、Zugehör, R., a.a.O., Teil V. (S.146-167.) (ライナー・ツェーゲハ、前掲訳書、142頁-166頁) を参照せよ。もっともジャクソンらも「経営者と従業員は株主の急激なリストラ要求に反対する。そのようなインサイダー・アウトサイダー・コンフリクトの好例はバイエル・コングロマリットを法的に別個の会社に解体するように求めた一部の主要株主の要求である」ことも認めている。Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.115.
- 72 Höpner, M., a.a.O., S.156. ドイツ経済研究所 (IW) のアンケート調査やハンデルスブラット誌 (Handelsblatt) のアンケート調査は経営側が共同決定の意義を高く評価していることを明らかにしている。vgl. Höpner, M., a.a.O., S.157.

- 73 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.115. vgl. Höpner, M., a.a.O., S.195.
- 74 ヘブナーによれば、こうしたトレンドは1980年代以降すでに観察されていたものではあるが、ますます強まっているものと見なされている。Vgl., Höpner, M., a.a.O., S.195. und S.210.
- 75 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.116.
- 76 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.116-p.117.
- 77 115サンプル企業の46%において、こうした事業所協定が締結されていた。vgl. Höpner, M., a.a.O., S.156.
- 78 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.117.
- 79 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.117.
- 80 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.117.
- 81 Jackson, G., M. Höpner and A. Kurdelbusch, op. cit., in: Gospel Howard & Andrew Pendleton (eds.), op. cit., p.119.
- 82 以下のURLを参照した（最終アクセス日：2010年7月22日）。<http://vhbonline.org/verein/stellungnahmen/ethik-in-der-betriebswirtschaftslehre/>
- 83 6つの原則からなる「責任ある経営教育原則」について梅津光弘「国連グローバル・コンパクトと『責任ある経営教育原則』」（国際学会公開講演資料）に詳しい。<http://www.unprme.org/index.php>（最終アクセス日：2011年1月31日）